

UNIVERSIDADE FEDERAL DO PARANÁ

HELLEN TORQUATO PAES DE SOUSA XAVIER

**CICLO ECONÔMICO BRASILEIRO DO PERÍODO DE 2002-2015: UMA ANÁLISE
MINSKYANA DO ENDIVIDAMENTO DAS EMPRESAS BRASILEIRAS**

CURITIBA

2017

HELLEN TORQUATO PAES DE SOUSA XAVIER

**CICLO ECONÔMICO BRASILEIRO DO PERÍODO DE 2002-2015: UMA ANÁLISE
MINSKYANA DO ENDIVIDAMENTO DAS EMPRESAS BRASILEIRAS**

Monografia apresentada como requisito parcial para o bacharelado no curso de Ciências Econômicas, Setor de Ciências Sociais Aplicadas, Universidade Federal do Paraná.

Orientador: Prof. Dr. Fabiano Abranches Silva Dalto

CURITIBA

2017

TERMO DE APROVAÇÃO

HELLEN TORQUATO PAES DE SOUSA XAVIER

CICLO ECONÔMICO BRASILEIRO DO PERÍODO DE 2002-2015: UMA ANÁLISE MINSKYANA DO ENDIVIDAMENTO DAS EMPRESAS BRASILEIRAS

Monografia apresentada como requisito parcial para o bacharelado no curso de Ciências Econômicas, Setor de Ciências Sociais Aplicadas, Universidade Federal do Paraná. Pela seguinte banca examinadora:

Prof. Dr. Fabiano Abranches Silva Dalto
Orientador – Departamento de Ciências Econômicas, UFPR

Profa. Ma Françoise Iatski de Lima
Departamento de Ciências Econômicas, UFPR

Me. Enzo Matono Gerioni
Departamento de Ciências Econômicas, UFU

Curitiba, 7 de dezembro de 2017.

AGRADECIMENTOS

Ao meu amor, William, obrigada por estar comigo nos momentos bons e ruins, por sempre me incentivar a ser melhor. Não tenho palavras para demonstrar toda a minha gratidão pelo seu amor e cuidado comigo. Amo você e nunca esqueça *you are so good to me!*

A minha família, e principalmente meus pais e minha irmã, por investirem em mim e me motivarem a nunca desistir dos meus sonhos, essa conquista não é só minha, é de vocês também.

Ao professor Fabiano Dalto, obrigada por todos os ensinamentos e por ser tão dedicado, atencioso e paciente. Seu amor pela profissão é inspirador, que você possa colher os frutos de tudo isso.

Aos amigos que de alguma forma me ajudaram a chegar até aqui, sou grata por todo apoio que me deram.

E principalmente, aquele que tenho uma eterna dívida de gratidão, obrigada pelo seu sacrifício, pelo seu amor que é inigualável. Apesar de momentos de instabilidade e incertezas você sempre se mostrou presente em cada detalhe. Me fez ver que sou mais forte do que imagino e que tudo que preciso está em você, sou grata porque sua graça me dá poder, ainda que eu seja tão limitada. Obrigada por ser um Deus de milagres e que se importa em realizar sonhos. Que com essa conquista eu possa te glorificar com minhas atitudes, palavras e por onde eu estiver.

Porque dele, por ele e para ele são todas as coisas. A ele seja a glória para sempre!

Romanos 11:36

RESUMO

Este trabalho aplica a hipótese da instabilidade financeira de Hymam P. Minsky para fornecer uma análise do comportamento das empresas brasileiras no período de 2002-2015. O Brasil passou por um momento de forte expansão, mas após um *boom* de crescimento foi conduzido ao declínio econômico, o que ocasionou uma recessão, caracterizando uma dinâmica cíclica minskyana. Nesse ciclo econômico existem três posturas financeiras que agentes podem adotar: hedge, especulativa e Ponzi. As posturas dependem da percepção ao risco que os agentes estão dispostos a assumir em suas relações financeiras. Quanto maior for a capacidade de honrar os investimentos, melhor será para entender em que fase do ciclo a economia estará vivendo. No caso brasileiro, as firmas passaram por um período de crescimento, isso levou ao aumento das expectativas de lucros, elas então assumiam posições de endividamento por acreditar que futuramente alcançariam ganhos maiores, porém o cenário econômico acabou não sendo favorável, as empresas então tomavam posições cada vez mais alavancadas. O estudo busca atrelar essas posturas do ciclo econômico de Minsky com a crise financeira que o país enfrentou no período, e como o endividamento das empresas está relacionado aos gastos do governo.

Palavras-chaves: instabilidade financeira; endividamento das empresas; ciclo econômico; gasto do governo.

ABSTRACT

This paper applies Hyman P. Minsky's financial instability hypothesis to provide an analysis of the behavior of Brazilian companies in the period 2002-2015. In that period Brazil underwent strong expansion, which after a growth boom led the country to the economic decline; thus resulting in recession, what characterizes Minsky's cyclical dynamics. This economic cycle comprises three financial positions that can be adopted by agents: hedge, speculative, and Ponzi. Positions reflect the risk perception that agents are willing to take on their financial relationships. The greater the ability to honor investments, the better it will be to understand which stage of the cycle the economy is at. In the Brazilian case, companies went through a period of growth, what led to higher profit expectations. Then, they assumed indebtedness positions for believing that future gains would be greater. The economic scenario, however, turned out to be unfavorable, and companies then took increasingly leveraged positions. This study seeks to link Minsky's economic cycle positions with the financial crisis scenario the country went through in the period, and how corporate indebtedness is related to government spending.

Keywords: financial instability; corporate indebtedness; economic cycle; government spending.

LISTA DE GRÁFICOS

GRÁFICO 1 – CRESCIMENTO DO PIB REAL (% A.A.) E O CRESCIMENTO DO SETOR PRODUTIVO	22
GRÁFICO 2 – ÍNDICE DE ALAVANCAGEM NO PERÍODO DE 2002-2015.....	28
GRÁFICO 3 – ÍNDICE DE CRESCIMENTO REAL DAS VENDAS DAS 1000 MAIORES EMPRESAS BRASILEIRAS NO PERÍODO DE 2002-2015.....	30
GRÁFICO 4 – ÍNDICE ENDIVIDAMENTO GERAL DAS 1000 MAIORES EMPRESAS BRASILEIRAS NO PERÍODO DE 2002-2015.....	31
GRÁFICO 5 – VARIAÇÃO DO ÍNDICE DE INADIMPLÊNCIA DAS GRANDES EMPRESAS NO PERÍODO DE 2013-2016	34

LISTA DE TABELAS

TABELA 1 – DADOS FISCAIS E DÍVIDA PÚBLICA (% DO PIB).....	26
TABELA 2 – 20 EMPRESAS BRASILEIRAS COM DÍVIDAS EXTERNAS BILIONÁRIAS.....	32

SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO.....	9
2	REFERENCIAL TEÓRICO	10
2.1	HIPÓTESE DA INSTABILIDADE FINANCEIRA	10
2.2	CICLO ECONÔMICO.....	14
2.2.1	O Ciclo na fase de unidades hedge	14
2.2.2	O Ciclo na fase de unidades especulativas	16
2.2.3	O Ciclo na fase de unidades Ponzi	17
2.2.4	Emprestador de última instância	20
3	ANÁLISE EMPÍRICA.....	21
3.1	CENÁRIO POLÍTICO-ECONÔMICO BRASILEIRO E AS POSTURAS FINANCEIRAS DE MINSKY.....	21
3.2	ANÁLISE MINSKYANA PARA CRISE FINANCEIRA DO BRASIL	27
3.2.1	Endividamento das empresas brasileiras no período de 2002 – 2015.....	27
4	CONCLUSÃO	36
	REFERÊNCIAS.....	38

1 INTRODUÇÃO

O Brasil, no período de 2002 a 2007, experimentou um forte crescimento e melhorias nas condições econômicas. Todavia, não era esperada a crise financeira mundial, que desencadeou o colapso dos sistemas financeiros de países desenvolvidos e em desenvolvimento, gerando um grande impacto nos desempenhos reais da economia. O país passou por esse período sem grandes problemas, a estabilidade dos sistemas econômicos e financeiros apontavam para uma economia com grande potencial expansivo. Só que era ignorado o fato de existirem efeitos desestabilizadores das estruturas e também uma crescente fragilidade financeira da economia brasileira. Após esse momento de crescimento, ocorreu uma fundamental mudança no ambiente econômico brasileiro (REZENDE, 2016b, p. 3).

O argumento teórico desenvolvido por Hyman P. Minsky, baseado na interpretação de Keynes sobre a Teoria Geral, acredita que a economia passa necessariamente por períodos de ciclos econômicos.

Esses ciclos, passam de um momento de expansão, para um *boom* e a reversão para uma crise financeira, levando a uma recessão e eventualmente a um processo de deflação e depressão, que é característico de uma economia capitalista. Os lucros, as expectativas e a dinâmica dos preços na determinação do investimento, assim como as posturas financeiras que prevalecem na economia são fundamentais para o desenvolvimento do sistema (ONO, 2005, p. 24).

O objetivo deste estudo é analisar o desempenho das empresas brasileiras com base na hipótese da instabilidade financeira (HIF) de Minsky.

O presente trabalho será estruturado em três unidades. O capítulo 2 (referencial teórico) tratará da teoria de referência utilizada para a realização do estudo. Serão abordados elementos que constituem o processo de fragilidade financeira, baseado na teoria minskyana: o ciclo econômico, as posturas financeiras e o papel do investimento na economia. A análise empírica será descrita no capítulo 3, com a apresentação do cenário político-econômico brasileiro e a análise minskyana para a economia brasileira. O capítulo 4 contemplará a conclusão do estudo.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

2.1 HIPÓTESE DA INSTABILIDADE FINANCEIRA

A síntese neoclássica apresenta a “Teoria Geral”, de John Maynard Keynes, como um modelo de equilíbrio semelhante ao que seria aceito por um seguidor de Marshall (MINSKY, 2011, p. 75). Entretanto Minsky refuta essa ideia quando sugere uma interpretação alternativa, que ressalta o fato de Keynes ter elaborado uma teoria que buscasse explicar o funcionamento de uma economia capitalista que é complexa em suas estruturas financeiras (MINSKY, 2011, p. 76).

Com base nisso, a análise minskyana da teoria de Keynes afirma que:

Tal economia é inerentemente falha, porque é intratavelmente cíclica – ou seja, uma economia capitalista como essa não pode, por seus próprios processos, sustentar o pleno emprego, e cada um de uma sucessão de estados cíclicos é transitória, no sentido de que são construídas relações que transformam a maneira pela qual a economia se comportará. (MINSKY, 2011, p. 76).

Isso significa dizer que a HIF é uma teoria do ciclo econômico, em que a economia alcançará um ápice de crescimento, porém, possivelmente no decorrer dos anos sofrerá uma forte reversão.

De acordo com Keynes (1996, p. 28), “uma economia monetária [...] é essencialmente uma economia que as mudanças de pontos de vista sobre o futuro são capazes de influenciar a quantidade de emprego e não meramente sua direção”. Para o autor, essa é a prova de que Keynes desenvolveu a TG como uma teoria econômica cíclica.

Partindo dessa perspectiva, Minsky desenvolveu a Hipótese de Instabilidade Financeira, em que propõe:

1) uma economia capitalista que opere sem restrições e que possua um sistema financeiro sofisticado, complexo e em contínua evolução, apresenta períodos de estabilidade e períodos de comportamento turbulento e até mesmo caótico. A busca de realização de interesses próprios pelas diversas unidades (operacionais e financeiras) que constituem uma economia capitalista leva, ao longo do tempo, à emergência de condições propícias ao comportamento turbulento e caótico da economia mesmo partindo-se de situações que previamente tenham favorecido uma trajetória estável. 2)

portanto, períodos de estabilidade e episódios de comportamento econômico turbulento e caótico são fenômenos endógenos às economias capitalistas. 3) o comportamento turbulento e caótico da economia pode assumir a forma de inflações interativas, bolhas especulativas ou profundas deflações de débitos interrelacionadas. 4) à medida que processos inflacionários, especulativos e de deflação de débitos se estabeleçam, parecem adquirir movimento próprio. Contudo, exatamente quando o comportamento caótico parece infundável, uma combinação de restrições - impostas por instituições e práticas, por intervenções de política que possam afetar a estrutura institucional e por propriedades de auto-organização dos mercados - cria condições que atenuam os processos incoerentes e que firmam um cenário propício à emergência de um novo regime de estabilidade. 5) esse novo regime de estabilidade pode estabelecer-se com baixos níveis de atividade econômica: é provável que a estagnação caracterize a estabilidade que se segue à turbulência. 6) Com o passar do tempo, a busca de interesses próprios pelas diversas unidades de uma economia capitalista leva à aceleração da expansão bem como à emergência da especulação e de uma baixa inflação que, também, com o passar do tempo, conduzem a um outro regime de expansões incoerentes e contrações desastrosas (MINSKY, 1994, p. 21-22).

Em outras palavras, no argumento teórico de Minsky, uma economia que está num período de forte crescimento estável, no qual as expectativas dos agentes são satisfatórias. Ainda que os investidores, no começo, ajam com bastante cautela financiando a compra de novos ativos, eles procuram assegurar que no futuro seus lucros serão suficientes para cobrir o dinheiro investido no presente (CONCEIÇÃO, 2009, p. 309). Minsky (2009, p. 315) reconhece que essa relação do desenvolvimento do capital por trocas de dinheiro presente por dinheiro futuro, definida por ele como “O dinheiro presente paga por recursos que vão para a produção de bens de investimento, enquanto o dinheiro futuro é o ‘lucro’, a ser recebido pelas empresas detentoras dos ativos de capital (...)” mostra que para a economia capitalista o foco é a acumulação.

O autor aponta dois teoremas que pretendem elucidar a hipótese da instabilidade financeira: o primeiro é que a atividade econômica por vezes tem um comportamento de financiamento que a deixa estável, e outras que a tornam instável. O segundo teorema é que, em períodos longos de prosperidade, a economia muda de relações financeiras que colaboram para um sistema estável para relações financeiras que levam a um sistema instável. (MINSKY, 2009, p.319).

A HIF, é uma teoria que procura explicar o impacto da dívida sobre a conduta do sistema e como essa dívida é validada. Ela expõe que a atividade bancária é uma atividade que busca principalmente a obtenção de lucros. Como qualquer empresário em uma economia capitalista, os banqueiros entendem que toda inovação gera lucro, essas inovações servem para contornar regulações financeiras

que impõe custos e reduz espaço para lucro, fazendo com que os agentes busquem novas formas de financiar suas atividades, isso leva a novas possibilidades dos tomadores ou fornecedores de empréstimos conseguirem maiores ganhos, e consequentemente surgirão imitadores desses processos (MINSKY, 2008, p. 3). Por isso, banqueiros (intermediários ou não), são comerciantes de dívida que dão seu melhor para inovar em ativos que comprem e nas dívidas que vendem. (MINSKY, 2009, p. 317-318).

A HIF expõe que a causa imediata desses ciclos é a instabilidade do investimento, porém, a causa mais relevante dessa economia de natureza transitória seria a instabilidade dos portfólios e das interrelações financeiras (MINSKY, 2011, p. 77). As relações financeiras mudam fazendo com que o comportamento e a estabilidade delas evoluam à medida que haja sofisticação dos arranjos financeiros. Ao longo dos anos, aquilo que era caracterizado como uma economia conservadora e sólida poderia passar a ser uma estrutura frágil e sujeita à instabilidade. Isso possivelmente ocorreria pelo aumento das inovações financeiras (MINSKY, 2008, p. 3).

A dinâmica do crescimento econômico leva as empresas a se colocar em uma posição de maior endividamento para consequentemente aumentar seu investimento. Dependendo da postura dos agentes, a fragilidade sobe em períodos de crescimento em decorrência das firmas que financiam suas posições de carteira, isso leva a uma economia cada vez mais flutuante (PAULA; ALVES JÚNIOR, 2000, p. 147).

Para caracterizar os agentes à postura financeira que assumem quando adquirem ativos financeiros, Minsky (2008) constrói uma tipologia com três posições distintas de financiamento, chamadas: *hedge*, especulativa e Ponzi. Essas posturas caracterizam-se por relações distintas entre os acordos de pagamentos de dívidas e os lucros esperados pelas quase-rendas adquiridas pelos ativos de capital, ou os ajustes contratuais do devedor sobre os instrumentos financeiros possuídos (MINSKY, 2008, p. 12-13).

Unidades com postura *hedge* são conservadoras e conseguem honrar todos os seus compromissos financeiros com seus fluxos de caixa correntes e futuros (MINSKY, 2008, p. 13). Para essa unidade, qualquer aumento na taxa de juros a margem de segurança se torna positiva, porque ela está segura em relação aos compromissos futuros de caixa. Logo, uma elevação dos juros não afeta diretamente

a capacidade de pagamento de compromissos dessas unidades (PAULA; ALVES JÚNIOR, 2000, p. 148).

“Unidades de finanças especulativas conseguem cumprir seus compromissos de pagamento na ‘conta de rendimentos’ sobre suas obrigações, mas não conseguem pagar o principal da dívida com seus fluxos de renda.” (MINSKY, 2009, p.318). Elas necessitam rolar suas dívidas, por exemplo, adquirindo uma dívida nova para pagar dívidas antigas. Quando isso ocorre, o agente tem uma postura financeira especulativa – o devedor e o credor especulam com a possibilidade de que o devedor poderá refinanciar sua dívida no mercado, futuramente (DEOS, 2008, p. 21). As finanças especulativas envolvem o financiamento de curto prazo das posições de longo prazo. Os bancos comerciais são o principal modelo para organizações financeiras especulativas (MINSKY, 2008, 13).

Já as unidades Ponzi são um caso extremo de posturas financeiras do tipo especulativo. No futuro imediato, seus lucros não são suficientes nem mesmo para cobrir o valor dos juros devidos, tornando necessário tomar recursos adicionais emprestados para que a unidade possa cumprir seus compromissos financeiros. Seu endividamento cresce mesmo que os juros não aumentem, sendo a vulnerabilidade frente a variações positivas nos juros ainda maiores que no caso anterior. Neste caso, a firma, frente a um aumento provável na taxa de juros, tem que voltar ao banqueiro e capitalizar seus pagamentos de juros em um processo de renegociação de dívida de modo a evitar sua falência (PAULA; ALVES JÚNIOR, 2000, p. 148). Uma postura Ponzi é frequentemente associada a práticas financeiras marginais ou fraudulentas, mesmo quando a intenção não seja necessariamente a de trapacear. Unidades pagadoras de juros e dividendos que tomam dinheiro emprestado para investir e obter renda estão engajadas numa variedade de finanças Ponzi (MINSKY, 2008, p. 14).

Uma unidade em posição Ponzi reduz a margem de segurança que oferece aos titulares de suas dívidas, ou seja, essa margem tem por objetivo indicar a categoria de risco que determinada postura de financiamento assume e se ela consegue ou não pagar a dívida adquirida (MINSKY, 2008, p. 16).

Um fator que deve ser levado em consideração é que a instabilidade de um regime financeiro fortemente sobrecarregado com finanças especulativas e Ponzi são resultados dos impactos das alterações nas taxas de juros que ocorrem na

mesma medida em que o *boom* de investimento se desenvolve. Segundo Minsky (2008, p.21), a demanda por financiamento aumenta as taxas de juros conforme a reação dos mercados financeiros e de produtos diante de *boom* de investimentos e, conseqüentemente, a margem entre o valor presente dos ativos e o preço dos bens de investimento recua. Se esse processo for estável durante um determinado período de tempo, haverá uma reversão no valor presente, isto é, o valor dos ativos de capital cairá abaixo do preço de oferta de bens de investimento. (MINSKY, 2008, p. 22).

2.2 CICLO ECONÔMICO

A relação entre os diferentes tipos de posturas financeiras do sistema indica o grau de fragilidade e a potencial instabilidade. A ideia central do autor é que a postura financeira dominante pode se alterar, e aos poucos é invadida por agentes especulativos e Ponzi. (DEOS, 2008, p. 21).

Dito isso, o ciclo econômico seria definido pelas informações do presente influenciando a confiança dos bancos e tomadores acerca do lucro esperado. Deste modo, uma economia que saiu recentemente de uma crise, tem impregnado em sua memória os dados recentes de nível de endividamento e as falências que as empresas passaram. Assim, bancos e tomadores ainda viverão a realidade de créditos inadimplentes. Contrair dívidas seria um ato extremamente perigoso pois o pior poderia provavelmente acontecer (PAULA; ALVES JÚNIOR, 2000, p. 152).

No primeiro subitem será definido o que pode ser caracterizado como uma postura *hegde*, no subitem seguinte busca-se explicar como funciona o ciclo econômico que leva a unidades especulativas e por fim, como essas unidades especulativas passam a ser caracterizadas por unidades Ponzi.

2.2.1 O Ciclo na fase de unidades *hegde*

Historicamente, um sistema financeiro extremamente robusto, dominado por finanças *hegde* e com abundância de ativos líquidos nas carteiras, é criado após ou de uma oscilação, ou de uma deflação de dívidas traumáticas e de uma profunda depressão. Ou seja, na economia moderna, o trabalho realizado por uma profunda depressão pode ser feito sem que a economia

passee pelo trauma da deflação de dívida e profunda depressão. Entretanto, o déficit governamental e as intervenções de prestador de última instância que abortam as consequências das estruturas financeiras frágeis levam a inflação. A inflação possibilita as empresas, as famílias e as instituições financeiras honrarem seus compromissos denominados em dólares que não poderiam ser honrados com os preços estáveis (MINSKY, 2008, p. 22).

Quando a economia entra num processo de crescimento, os resultados positivos surpreenderão os agentes econômicos. O aumento dos lucros e a queda da capacidade produtiva das firmas ocasionarão estímulos para novos investimentos e, causará maior demanda por financiamento pelas empresas. Como os índices de inadimplência tenderão a cair, a demanda por empréstimos se tornará mais atraente para os bancos. A resposta dessas firmas levará a resultados macroeconômicos positivos que farão com que a influência sobre o estado de confiança, através de novas informações, seja promissora (PAULA; ALVES JÚNIOR, 2000, p. 152).

O ciclo econômico depende impreterivelmente de mudanças nas expectativas dos agentes. Sendo assim, uma fase crescente do ciclo iniciaria quando as expectativas desses agentes quanto ao futuro indicassem maiores níveis de investimento para as empresas e menor preferência pela liquidez por parte dos bancos. Maiores investimentos tornariam os lucros elevados, aumentando o número de bons pagadores e a confiança na capacidade de pagamento dos (novos) tomadores (PAULA; ALVES JÚNIOR, 2000, p. 152).

Vale lembrar que para Minsky o investimento econômico é uma transação financeira com o objetivo de lucro, por esse motivo todo o processo – da escolha do método ao capital a ser empregado – precisa ser pensado. O ato abrange um grande número de empresas que fornecem insumos para os ativos de capital, e um sistema complexo de pagamentos que precisam ser financiados. Esse procedimento funciona como um título ou a compra de uma riqueza; por isso, o dinheiro que se consegue futuramente no investimento depende dos lucros que agem de forma incerta ao desempenho. (MINSKY, 2008, p. 21).

Quanto maior o nível de empréstimos bancários, mais elevados os gastos em investimento e, conseqüentemente, levando a maiores lucros. Isso leva a uma maior confiança no sucesso dos projetos, o que caracterizará uma predominância de postura *hedge*, em que todos os compromissos financeiros podem e serão pagos (PAULA; ALVES JÚNIOR, 2000, p. 153).

Essa reação ao estímulo entre investimentos e empréstimos bancários contribui para formar as estruturas financeiras das empresas. No contexto de expansão, os bancos que mais obtêm lucros são os que mais emprestam. O maior impulso e uma liquidez dos ativos mais baixa, passa a ser a estratégia dos bancos diante a concorrência bancária. Durante este processo o banqueiro não percebe o quanto sua postura pode ser arriscada ao crédito (PAULA; ALVES JÚNIOR, 2000, p. 154).

Para as firmas, os lucros esperados passam a ser superados pelos lucros reais. Começa um círculo vicioso, no qual o aumento dos investimentos leva a um aumento dos ganhos, o que estimula não só a realização de novos investimentos, mas também uma valorização do patrimônio líquido das empresas. Os lucros esperados estão cada vez mais igualados aos lucros realizados e o risco considerado no passado se torna exagerado no presente. A preocupação com o risco é substituída pelas apreensões das firmas em ampliar os níveis de produção e o investimento para garantir o *market-share* a longo prazo. Maiores investimentos e maior grau de endividamento passam a ser imprescindíveis a concorrência, porque as firmas necessitam aumentar seu crescimento (PAULA; ALVES JÚNIOR, 2000, p. 154).

2.2.2 O Ciclo na fase de unidades especulativas

O impacto deste processo sobre os balanços patrimoniais das firmas em geral, causaria uma maior expectativa no futuro por parte dos agentes econômicos. “As empresas tomadoras de crédito apresentariam maior participação de capitais de terceiros no seu passivo e maior participação de ativos fixos em seus ativos” (PAULA; ALVES JÚNIOR, 2000, p. 154).

Isso revela que, durante a expansão, as margens de segurança estariam sendo desgastadas, caracterizando o início de uma unidade especulativa. Entretanto, isto não seria o efeito de mudança mais significativo no grau de aversão ao risco dos agentes envolvidos. É natural que as empresas reacomodem seus portfólios no sentido de menor liquidez, em uma economia monetária da produção,

que tenha como característica a incerteza não-probabilística (percepção do risco indica uma redução dele) (PAULA; ALVES JÚNIOR, 2000, p. 155).

A parceria entre empresas e bancos cresce devido ao aumento de financiamentos a projetos de investimentos, isto faz com que se tornem cada vez mais interligados. Crescem os investimentos para que se ampliem os fluxos de lucros e assim permitam o cumprimento das obrigações financeiras. Não pode cessar a disponibilidade de linhas de créditos, pois inviabilizaria o crescimento dos investimentos. Caso haja alguma ruptura em alguma dessas condições, o resultado poderia ser um colapso financeiro. O grau de fragilidade financeira é elevado e há uma redução mínima das margens de segurança, em uma economia em que predominam unidades especulativas. Logo, uma crise pode acontecer com qualquer mudança repentina da economia – exemplo, taxa de juros mais elevadas (PAULA; ALVES JÚNIOR, 2000, p. 155).

Considerando-se que as instituições financeiras que geram ativos líquidos frequentemente se envolvem em finanças especulativas, uma elevação nas taxas de juros que elas pagam causará uma queda no seu patrimônio líquido na medida em que os valores dos ativos caírem e os lucros também desaparecerem. As pressões sobre as finanças especulativas diante de taxas de juro em elevação são geralmente sentidas de forma aguda por intermediários financeiros, e uma deterioração em sua habilidade de estabelecer posições irá afetar adversamente os balanços dos proprietários de obrigações. Há um potencial para contágio e a intervenção de bancos centrais, incluindo as organizações seguradoras de depósitos, serve para abortar o desenvolvimento de contágios (MINSKY, 2008, p. 28).

2.2.3O Ciclo na fase de unidades Ponzi

Como já ressaltado, numa economia monetária, o estado de confiança dos agentes é subjetivo. Por isso, por mais que esse estado seja influenciado positivamente por um desempenho econômico, nada impede quem em um momento não se tenha “clareza” sobre o futuro, tanto empresários como banqueiros – por exemplo, os empresários podem antever um aumento na capacidade produtiva além da demanda projetada ou esperar taxas de juros mais elevadas, devido ao aquecimento da economia (PAULA; ALVES JÚNIOR, 2000, p. 155).

O impacto financeiro geral do investimento financiado com recursos externos equivale a um aumento no peso das finanças especulativas e Ponzi nas estruturas de obrigações. Como a extensão relativa das finanças especulativas e Ponzi determina a fragilidade e, portanto, a suscetibilidade à instabilidade financeira, um aumento na proporção dos dispêndios de investimento em relação aos fundos corporativos internos aumenta a fragilidade da estrutura financeira. O excesso do investimento sobre fundos corporativos internos leva a um aumento no endividamento. Entretanto, se alguma parte do investimento for financiada por fundos internos, o balanço mostrará que o patrimônio líquido está aumentando. (MINSKY, 2008, p. 23)

A economia pode estar sujeita a choques o tempo todo, desde que cresça de modo errático, não-linear. Não é apenas o “choque” que pode ameaçar o funcionamento da economia, mas sim, se a economia consegue ou não absorver o tal choque. Financeiramente, isto depende do tamanho da margem de segurança das empresas em diferentes momentos. A explicação de Minsky do ciclo econômico torna a economia vulnerável a reversão rápida: “uma economia mais frágil é exatamente aquela mais susceptível a choques normais ao seu funcionamento, porque margens de segurança menores significam menor tolerância a choques”. Supondo que ocorra um choque e isto leve a uma crise econômica, como os bancos iriam lidar com uma desaceleração cíclica? Primeiro os estados de expectativas dos agentes (empresas e bancos) se deteriorariam. Como não há retorno nos projetos de investimentos, os “bons clientes” e “bons pagadores” tornam-se “maus pagadores”, pois não conseguem honrar suas obrigações. Há uma queda nas projeções dos fluxos de rendas futuras, devido à reavaliação dos projetos por parte das instituições financeiras. Isto causa uma contração nas margens de segurança das firmas, podendo desaparecer, seja porque o aumento da dívida contraída é consequência da elevação na taxa de juros, seja porque seu fluxo de rendas futuras diminui (PAULA; ALVES JÚNIOR, 2000, p. 155-156).

Neste contexto, os bancos alteram a avaliação de risco dos tomadores de crédito. Logo os tomadores podem ser racionados via taxas de juros cobradas pelos (novos) empréstimos. A crise afeta diretamente o sistema bancário, que por sua vez, procura recuperar o mais rapidamente possível o crédito estendido às empresas. Isto pode resultar em elevação na taxa de juros cobrada, quanto uma maior seletividade na concessão do crédito (PAULA; ALVES JÚNIOR, 2000, p. 156).

Involuntariamente a relação entre dívida e capital próprio das firmas aumenta. Cresce o número de inadimplência por haver uma dificuldade no

pagamento das dívidas. Consequentemente, a estrutura financeira da economia (empresas e instituições financeiras) se torna frágil, vulnerável a uma deflação de dívida que pode acarretar uma recessão maior na economia, pois a diminuição e instabilidade nos preços dos ativos que leva a uma espiral de investimento, lucros e preços de ativos declinantes são decorrentes da queda no nível de preços dos ativos de capital e o colapso nos arranjos de financiamento. Neste contexto, a ação do banco central – de prover a economia com adequada liquidez – é fundamental, pois tal ação pode ser determinante em mitigar ou agravar a crise (PAULA; ALVES JÚNIOR, 2000, p. 157).

Na ausência de regulação e políticas contracíclicas uma bolha financeira inevitavelmente acaba se formando. Detentores de ativos em apreciação têm agora a opção de refinar suas dívidas ainda que seus fluxos de caixa sejam insuficientes até mesmo para cobrir o pagamento de juros. Minsky classificou a posição financeira em que o devedor adiciona à sua dívida existente o valor de juros vencidos de Ponzi. No caso de instituições em situação financeira Ponzi a não obtenção de refinanciamento para as suas dívidas é fator suficiente para que se tornem insolventes. Na ausência de um prestador de última instância, a propagação do pânico pode levar à ruptura do sistema de pagamentos e à corrida bancária (CONCEIÇÃO, 2009, p. 310).

As sociedades capitalistas têm a propensão a se fragilizar ao passo que aumentam o número de unidades especulativas e Ponzi, pois a permanência financeira de unidades Ponzi depende da avaliação de seus ativos para o refinanciamento de dívidas vencidas, o adiamento do colapso financeiro em economias com predominância de entidades Ponzi depende da existência de alguma bolha inflacionária. (CONCEIÇÃO, 2009, p. 310)

Independente de se tornarem mais avessos ao risco, bancos aumentam a sua preferência pela liquidez, provocando uma diminuição na disponibilidade de crédito (PAULA; ALVES JÚNIOR, 2000, p. 157). Com tudo, vale notar que se *hedge* predomina em uma determinada economia, esse sistema terá a tendência de se manter temporariamente em equilíbrio. Em oposição, quanto maior a influência das finanças especulativas e Ponzi, maior será a possibilidade dessa economia ser um sistema amplificador de crises. (MINSKY, 2008, p. 318).

Um arranjo financeiro especulativo pode ser transformado num esquema financeiro Ponzi por meio do aumento na taxa de juros ou de outros custos ou pela queda na receita. Por outro lado, se os ganhos são melhores ou os custos, especialmente os juros, caem, um esquema Ponzi pode ser transformado em finança especulativa. O refinanciamento, que reestrutura os de prazos para pagamentos, pode também mudar a postura do balanço patrimonial de uma unidade. (MINSKY, 2008, p.14)

Em resumo, um *boom* de investimentos financiados com recursos externos leva a um aumento visível da fragilidade econômica. Essas relações financeiras conduzirão a um ambiente com número elevado de posturas financeiras especulativas, o que criará condições que levam a uma crise (MINSKY, 2008, p. 25).

2.2.4 Empréstador de última instância

Com o ciclo econômico que as economias passam, elas acabam passando por uma erosão das bases do patrimônio bancário, o crescimento de atividades bancárias de gerenciamento dos passivos, e o maior uso de obrigações fora do balanço são, na prática, ignorados até que os mercados financeiros demonstrem uma tendência ao colapso. Para isso, a razão principal para a existência de uma autoridade atuando como um empréstador de última instância, esse empréstador procura suprir o sistema bancário com reservas e refina os bancos para impedir o colapso do sistema financeiro (MINSKY, 2008, p. 61).

Na medida que essas autoridades agem como empréstadores de última instância, elas acrescentam a base de reservas dos bancos e validam práticas financeiras fraudulentas. Desse modo, sempre que são forçadas a intervir como empréstadores, várias instituições financeiras, além das que estão em perigo de quebra, se vêem em situação de instabilidade. Elas acabam desconfiando que podem ser as próximas. Consequentemente, uma intervenção bem-sucedida das autoridades é seguida por um período de retração e conservadorismo, em que as instituições temerosas tentam melhorar sua postura financeira. Numa economia capitalista em que atua o Grande Governo, estabilizadores fiscais automáticos e discricionários levam a um grande déficit que sustentam os lucros e o emprego. Devido esse déficit e a intervenção da autoridade econômica, a espiral descendente é abortada (MINSKY, 2008, p. 61-62).

As ações de prestador de última instância juntamente ao déficit governamental aumentam as reservas e as dívidas do governo mantidas pelo sistema bancário. Os bancos são capazes de reservar habilidade financeira para uma futura expansão de negócios durante e logo após uma recessão. Uma vez que as intervenções podem levar a uma rápida interrupção da queda. As ações tomadas no sentido de prevenir uma deflação de dívida e até uma depressão fundamentam as bases para subseqüentes expansões seguidas de inflações. Durante a expansão, novos instrumentos financeiros e novas práticas de financiar atividades são desenvolvidos. Tipicamente, falhas nessas práticas se revelam quando o aperto ocorre (MINSKY, 2008, p. 62).

As autoridades, como Banco Central, intervêm para prevenir que fraquezas no âmbito econômico conduzam a um declínio generalizado nos valores dos ativos. Essas intervenções ocorrem através da aceitação de novos instrumentos nas carteiras de títulos, ou da concordância em refinar arranjos para novas instituições e mercados. Uma vez que a intervenção pelas autoridades tende a validar os novos caminhos, o Banco Central estabelece o clima para uma aceitação e utilização ainda mais ampla desses novos instrumentos financeiros nas próximas expansões (MINSKY, 2008, p. 62).

Considerando seu comportamento no papel de financiador, o próprio banqueiro aceita de maneira natural a supervisão por parte de seus possíveis financiadores (MINSKY, 2008, p. 62).

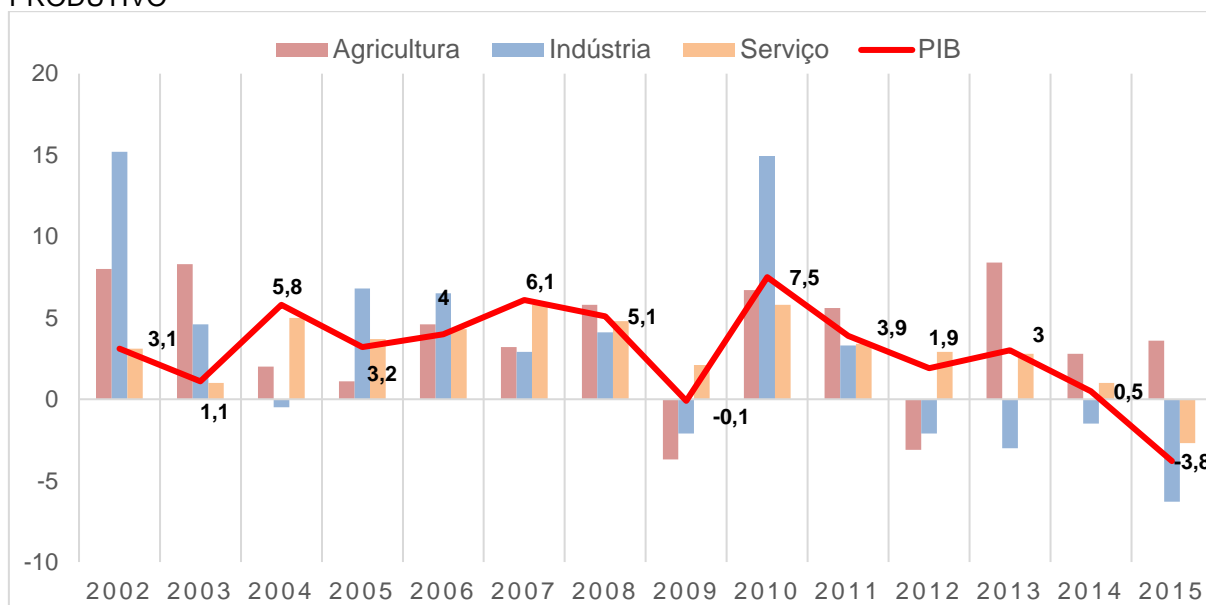
3 ANÁLISE EMPÍRICA

3.1 CENÁRIO POLÍTICO-ECONÔMICO BRASILEIRO E AS POSTURAS FINANCEIRAS DE MINSKY

A economia brasileira desde os anos 1980 vem alternando ciclos de crescimento com quedas econômicas que por vezes acontecem inesperadamente. Isso levou a um modelo de crescimento que permaneceu ao longo dos anos 2000: durante os anos de 2002 e 2003 foi caracterizado por uma forte desaceleração, o

PIB caiu de 3,1% para 1,1%; de 2004 a 2008, a economia brasileira cresceu a uma média anual de 4,8%; no ano de 2009 ocorreu uma breve retração por causa da crise econômica mundial; já em 2010 a economia cresceu 7,6%, contudo desacelerou entre os anos de 2011 a 2014 para 2,4% a.a. em média; e em 2015 a economia entrou em sua pior fase, uma forte recessão, com crescimento negativo de -3,8% a.a., foi puxado para baixo tanto pelo setor de serviços quanto o industrial (PAULA; PIRES, 2017, p. 126). O gráfico 1 mostra esta relação do PIB e os principais setores da economia.

GRÁFICO 1 – CRESCIMENTO DO PIB REAL (% a.a.) E O CRESCIMENTO DO SETOR PRODUTIVO



FONTE: IBGE (2017). Elaboração Própria.

Para um determinado país, um dos maiores objetivos econômicos a ser alcançado seria a equiparidade de crescimento econômico, estabilidade e redução das desigualdades. Segundo dados de um estudo realizado pelo BNDES os anos antecessores a crise econômica brasileira atual (2000-2011) foram de crescimento médio anual de 4% ao ano, diferentemente das últimas duas décadas no qual o chegou a cerca de 2% anuais (CRUZ et al., 2012).

É possível notar que o primeiro mandato de Luiz Inácio Lula da Silva (2003-2006), caracterizou-se por três principais políticas macroeconômicas: regime de metas de inflação, metas de superávit primário e regime de câmbio flutuante. Com base nisso, as políticas fiscais e monetárias foram conduzidas de uma forma

ortodoxa, em que havia uma alta taxa de juros e um amplo superávit primário (PAULA, PIRES, 2017, p. 126).

A partir de 2004 o país passou por um processo de recuperação econômica, um dos motivos iniciais se deu ao *boom* de *commodities* e, logo após pelo aumento no consumo das famílias, devido ao maior estímulo ao crédito bancário e ao aumento da renda real das famílias. Em meio a enormes entradas de capital externo e de superávit comercial, a moeda valorizou-se o que levou a uma queda da inflação. Nesse mesmo período o Tesouro Nacional reestruturou a dívida pública externa e o Banco Central do Brasil conseguiu acumular reservas, isto é, passou de um devedor líquido de US\$ 57,8 bilhões no final de 2002 para uma posição credora líquida de US\$ 95,9 bilhões no final de 2007 (PAULA, PIRES, 2017, p. 126-127).

“Minsky classificou a posição financeira em que o devedor consegue arcar com a totalidade de suas obrigações financeiras sem recorrer a novo endividamento de finanças hedge” (CONCEIÇÃO, 2009, p. 309). Conforme visto acima, o governo brasileiro viveu no período de 2002 a 2007, uma postura característica de endividamento hedge.

Porém com a crise econômica mundial em 2008, a economia brasileira teve um rápido e agudo contágio, ocasionando uma

[...] saída de capitais estrangeiros aplicados em bolsa; redução da oferta de crédito externo para bancos e firmas; aumento das remessas de lucros e dividendos por parte de subsidiárias de empresas multinacionais; retração do mercado de crédito doméstico; e "empoçamento" de liquidez no mercado interbancário (PAULA; PIRES, 2017, p. 127).

No momento, o governo Lula incluiu uma variedade de instrumentos, como linha temporária de crédito para as exportações; intervenções do BC no mercado cambial; estímulo à expansão do crédito por parte dos bancos públicos; aumento do tempo de seguro-desemprego; e criação do programa "Minha Casa, Minha Vida", manteve a taxa de juros elevada, contrapondo a política fiscal anticíclica e a política creditícia dos bancos públicos (PAULA; PIRES, 2017, p. 127).

Dessa forma, o governo evitou um desgaste maior das expectativas, levando a recuperação econômica a partir de 2009. Em particular, o crescimento da formação bruta de capital fixo e do consumo contribuiu para a recuperação da economia nesse ano. Por isso, houve uma ampliação do nível de utilização da

capacidade industrial, o investimento cresceu de 17% do PIB no 1º trimestre de 2009 para 20,5% no 3º trimestre de 2010. As exportações foram favorecidas devido à retomada da economia chinesa em 2009 e à recuperação da economia mundial em 2010 (PAULA, PIRES, 2017, p. 127).

No contexto da recuperação rápida da economia brasileira e de uma nova onda de fluxos de capital para economias emergentes a partir de meados de 2009, o Brasil experimentou enormes fluxos de capitais de curto prazo impulsionados por um alto diferencial entre as taxas de juros internas e externas. Assim, a moeda brasileira registrou uma enorme valorização em 2009, a mais forte entre os países emergentes (PAULA, PIRES, 2017, p. 127).

Neste período também se iniciou um processo de endividamento desejado, no qual as unidades financeiras tomaram uma posição especulativa. Como no início do mandato de Dilma Rousseff, a presidente adotou uma política econômica com um foco mais contracionista, houve uma redução da demanda agregada e uma retração da inflação. Causando uma queda nos gastos do governo, que não cresciam na mesma velocidade que antes (PAULA, PIRES, 2017, p. 129).

O governo Dilma foi caracterizado pela piora no cenário internacional devido à crise do Euro, à fraca recuperação norte-americana e à desaceleração dos países emergentes. A taxa de crescimento médio da economia mundial caiu gradualmente de 5,1% em 2010 para 3,1% no ano de 2014 (PAULA, PIRES, 2017, p. 129).

No início de 2011, o Ministério da Fazenda adotou medidas fiscais para estimular o setor industrial, abatido pelo câmbio ainda valorizado e pela ferrenha competição externa. O principal instrumento foi a isenção fiscal, como a redução do IPI sobre bens de capital e a redução dos custos da folha de pagamento de setores intensivos em mão de obra, “permitindo a mudança na cobrança da contribuição previdenciária de 20% sobre o salário por taxas de 1% (ou 2%) sobre os lucros das firmas”. A partir da metade de 2012 foram adotadas outras medidas, como a ampliação da desoneração da folha de pagamento para outros setores; a redução do IPI de alguns bens duráveis; e a redução da alíquota de IOF sobre operações de crédito a pessoas físicas. No ano de 2013, o governo decidiu por um ajuste fiscal, porém o BC optou por voltar a elevar a taxa Selic, em 10% no ano. Já em 2014 houve uma tendência de desgaste fiscal - o déficit nominal foi de 3,0% do PIB no ano de 2013 para 6,1% do PIB em 2014, por causa da queda das receitas tributárias e do impacto dos juros sobre dívida pública (PAULA; PIRES, 2017, p. 129).

A formação bruta de capital fixo teve um desempenho abaixo da média e contribuiu para a desaceleração econômica. O produto industrial teve uma estagnação em consequência, principalmente, do aumento do coeficiente de importações, que passou de 17,0% em 2009 para 22,0% em 2011, continuando elevado desde então. A produção industrial manteve-se desde 2010, entretanto as vendas no comércio varejista aumentaram até 2013, e em 2014 passou por uma desaceleração econômica. Assim, os incentivos dados à demanda passaram para o exterior, não trazendo benefício as empresas industriais brasileiras, por não conseguirem ter um maior acesso a essa demanda criada pelo governo (PAULA; PIRES, 2017, p.131).

Contudo, os gastos públicos não conseguiram compensar a contração geral de outros componentes da demanda: a política fiscal anticíclica nos anos de 2011 e 2012 acabou sendo limitada se comparada ao período anterior e a composição da expansão fiscal barrou o seu efeito anticíclico, dada a prevalência de isenções ao invés dos gastos públicos. Os investimentos do governo representaram apenas 1,1% do PIB em 2012, e caíram desde então. Assim, a política fiscal como um todo teve pouco efeito sobre a atividade econômica em 2011 e 2012 (PAULA; PIRES, 2017, p. 132).

Entre os anos de 2010 e 2014, o governo apostou em uma mudança na política econômica, decidiu reduzir a Selic e optou pela desvalorização cambial, isso somado às isenções fiscais seriam capazes de estimular conjuntamente tanto a oferta quanto a demanda agregada de bens. Conforme o governo percebeu que as medidas utilizadas não conseguiam ser eficaz, procuraram desenvolver ações que incentivassem a expansão, como a desoneração da folha de pagamentos para alguns outros setores que ainda não haviam sido beneficiados. Porém a adoção de uma política fiscal anticíclica poderia ser a melhor opção diante ao baixo desempenho econômico, o que o governo não esperava era que essa medida viria atrasada, privilegiando isenções fiscais ao invés de investimentos públicos do governo. Em 2013-2014, o poder público permaneceu expandindo os gastos públicos e, como consequência, o resultado fiscal primário caiu de 1,7% do PIB em 2013 para -0,6% do PIB em 2014, dados apresentados na Tabela 1, retirados do Banco Central do Brasil (PAULA; PIRES, 2017, p. 132).

TABELA 1 – DADOS FISCAIS E DÍVIDA PÚBLICA (% DO PIB)

	Resultado primário	Serviço da dívida	Resultado nominal	Dívida líquida	Dívida bruta
2003	3.2	8.4	5.2	54.3	n.d.
2004	3.7	6.6	2.9	50.2	n.d.
2005	3.7	7.3	3.5	47.9	n.d.
2006	3.5	6.7	3.6	46.5	55,5
2007	3.2	6.0	2.7	44.6	56,7
2008	3.3	5.3	2.0	37.6	56
2009	1.9	5.1	3.2	40.9	59,2
2010	2.6	5.0	2.4	38.0	51,8
2011	2.9	5.4	2.5	34.5	51,3
2012	2.2	4.5	2.3	32.2	53,8
2013	1.7	4.7	3.0	30.7	51,5
2014	-0.6	5.5	6.1	32.7	56,3
2015	-1,9	8,4	10,2	35,6	65,3

FONTE: PAULA; PIRES, BASEADO EM DADOS DO BCB, 2017.

No final de 2014 houve uma forte mudança no andamento da economia brasileira, quando se observou uma redução nas vendas do mercado varejista. Somado a isso, nos anos seguintes a economia passou por mais uma série de choques que levaram a uma maior redução do crescimento econômico, desacelerando a uma média de -3,6% no período. Logicamente, outros efeitos impulsionaram a recessão no país, como o aumento das taxas de juros, aumento do desemprego, a queda da renda, a redução do mercado de crédito e a diminuição dos investimentos públicos. Devido ao reajuste de preços e o choque que a forte desvalorização cambial sofreu. Essa relação da recessão com o aumento das taxas de juros originou uma grande redução da oferta de crédito, que acabou resultando em uma crise de crédito, que tem atrasado a recuperação da economia (PAULA; PIRES, 2017, p. 132).

O principal objetivo da política econômica, no segundo mandato de Dilma Rousseff, foi implementar um ajuste fiscal, principalmente através das despesas públicas, que poderiam ser fundamentais para que os agentes retomassem a confiança, que para eles era de extrema importância na retomada da economia. Para isso, o governo estabeleceu uma meta inicial de superávit primário de 1,2% do PIB, e colocou em prática um conjunto de medidas para redução dos gastos públicos, principalmente pela contenção de gastos, reajustou de forma acelerada

preços monitorados, enquanto o Banco Central buscou implementar uma política monetária restritiva, o que já vinha fazendo desde abril de 2013, elevou ainda mais a taxa Selic pelo aumento da inflação (PAULA; PIRES, 2017, p. 133).

O ano de 2014 fechou com um déficit primário de 0,57% do PIB, o governo formulou um programa de consolidação fiscal colocando uma meta de resultado primário de 1,2% do PIB para 2015 e 2% do PIB para 2016, objetivando a estabilização da dívida pública. A expectativa era de uma expansão de 0,8% em 2015. Porém, tanto a situação econômica, quanto o desempenho das receitas não foi satisfatório, por isso o governo federal reduziu ainda mais suas despesas para auxiliar a legislação fiscal. A administração pública precisou revisar suas metas fiscais sucessivamente, e o resultado fiscal primário piorou de -0,6% do PIB em 2014 para -1,9% do PIB em 2015, ao mesmo tempo que o resultado fiscal nominal caiu abruptamente para -10,2% do PIB, causando uma piora no déficit primário e uma elevação no serviço da dívida. Nesse ponto é muito claro perceber que a economia brasileira passou por uma postura Ponzi, que se tornou insustentável (PAULA; PIRES, 2017, p. 134).

O condicionamento da economia a inúmeros choques sobre a atividade econômica e um ambiente político que instigou e dificultou a aceitação de medidas no âmbito fiscal, fizeram com que os prêmios de risco aumentassem, o que consequentemente mudou as expectativas do setor privado. De tal modo, um ajuste que buscou a revisão de políticas insipientes resultou em uma recessão significativa sobre o crescimento da economia brasileira (PAULA; PIRES, 2017, p.134).

3.2 ANÁLISE MINSKYANA PARA CRISE FINANCEIRA DO BRASIL

3.2.1 Endividamento das empresas brasileiras no período de 2002 – 2015

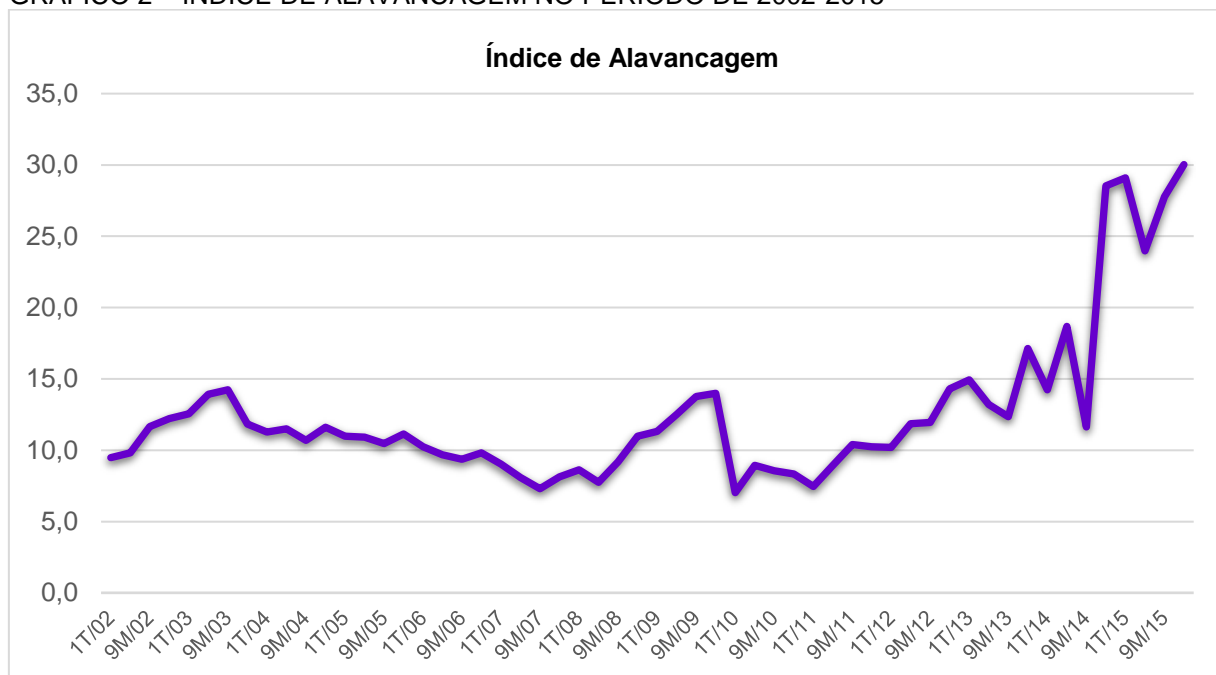
Segundo Felipe Rezende (2016) a hipótese de Hyman Minsky, é fundamental para explicar fragilidade financeira das empresas brasileiras, em períodos de prosperidade e de expansão que o país vivenciou e que se desenvolveu uma certa instabilidade, o que pode ser explicada pela forma como as empresas financiaram seus investimentos, havia uma combinação de lucro retido,

endividamento e emissão de ações. Só que nesses períodos de prosperidade as firmas mudam a composição de financiamento por acreditarem que a economia esteja num período sólido e acabam caindo num ciclo de alavancagem. A postura que a economia toma é natural e a instabilidade gerada pela prosperidade financeira é endógena e sistêmica e é uma parte do processo de desenvolvimento.

Para melhor entender o ponto de vista do autor, alavancagem financeira é definida como “o impacto ou efeito de dívidas para com terceiros, cujo custo determinado é menor do que a taxa de retorno dos ativos que foram empregados com o levantamento financeiro” (ASSAF NETO; LIMA, 2011).

No Gráfico 2, é perceptível como a dívida de terceiros aumentou consideravelmente a partir do ano do primeiro trimestre de 2011, chegando ao final de 2015 com 30% de alavancagem, o maior do período analisado. Nesse momento a economia brasileira vivenciou uma postura Ponzi.

GRÁFICO 2 – ÍNDICE DE ALAVANCAGEM NO PERÍODO DE 2002-2015



FONTE: BNDES (2017). Elaboração Própria.

Com o agravamento do cenário econômico em 2013, o governo Dilma, na tentativa de recuperar o investimento na economia brasileira, negligenciou alguns aspectos ao fazer um diagnóstico de mera redução dos custos do capital em conjunto com as políticas adotadas pela sua equipe no período entre 2011 e 2014. Apesar desse conjunto de políticas ter sido mal desenhado e sua abrangência,

inapropriada; não se pode concluir que a crise atual aconteceu em função dessas intervenções e que, para mudar essa situação é fundamental reequilibrar o balanço das empresas não financeiras através da criação de empregos e da permissão de acumulação líquida de ativos dentro do setor privado, o que só será possível através de déficit público - já que o setor privado está se recuperando de uma crise intensa (REZENDE, 2016b, p. 73).

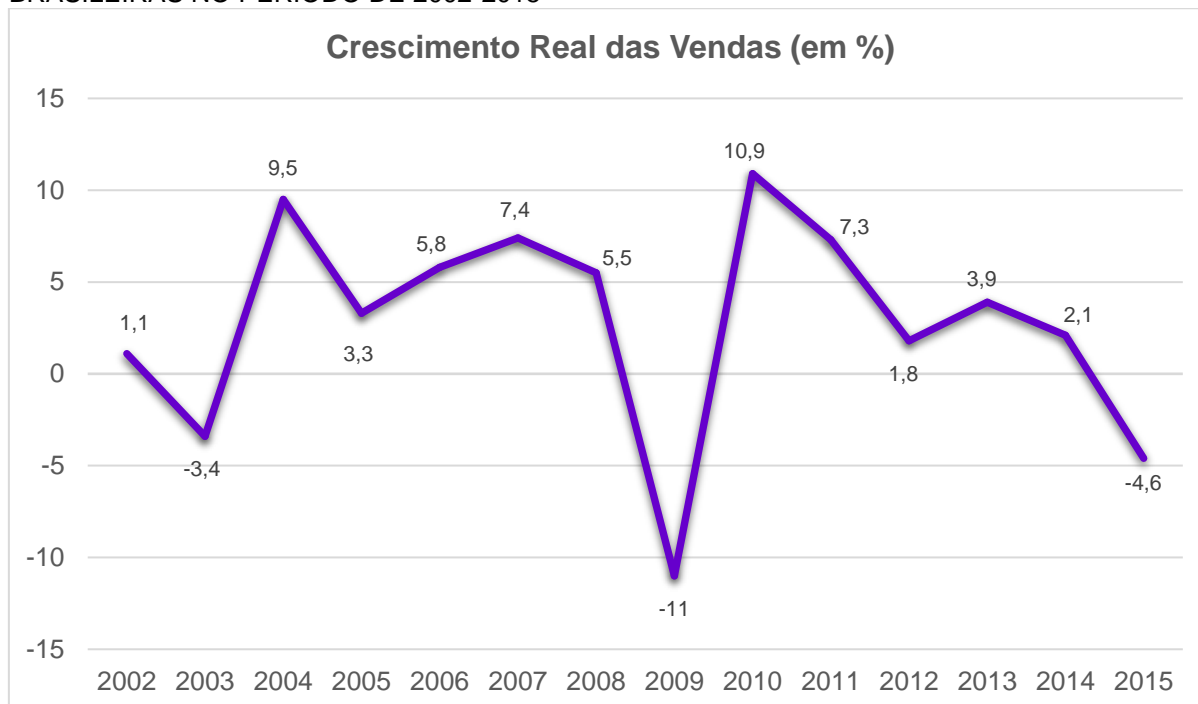
Ao analisar inúmeras empresas brasileiras, percebeu que a resposta era sempre a mesma. Elas cortaram todos os gastos possíveis e o cenário continuava igual. No âmbito micro quando, individualmente, as empresas reduzem seus custos, se mais empresas fizessem o mesmo, isso geraria uma mudança a nível macro e a economia como um todo poderia ser afetada, cortando então seus gastos. Isso significa dizer que, a produção cairia, haveria um aumento do nível de desemprego, os salários diminuiriam, a renda sofreria uma queda, e as receitas cairiam mais intensamente do que o corte de gastos, fazendo com que as firmas continuassem no negativo (REZENDE, 2016a, não paginado).

Nesse aspecto, como forma de exemplificar essa queda nas receitas, o gráfico 3 mostra o avanço real das vendas no período analisado. De 2002 a 2008 em média o setor privado teve um crescimento das vendas, no ano de 2009 em decorrência da crise mundial houve uma queda expressiva -11%, porém no ano de 2010, o país alcançou uma forte recuperação de 10,9%. Só que os anos seguintes o nível real de vendas decaiu tanto que no ano de 2015 chegou a -4,6%, o segundo menor índice do período analisado.

É possível entender que o setor privado não conseguiria recuperar-se sozinho da crise financeira que estava vivendo, qualquer resposta que o setor desse, conseqüentemente faria a crise permanecesse (REZENDE, 2016a, não paginado). Para que o setor privado consiga ter um superávit em suas contas, o setor público fundamentalmente necessita ter um déficit (REZENDE, 2016c, não paginado).

[...] o setor privado doméstico roda com déficit em seus saldos, esse déficit só consegue ser revertido de duas formas: ou se tem um superávit no saldo de transações correntes ou se tem aumento do déficit público. A economia brasileira, historicamente, tem um déficit das transações correntes; o período em que o Brasil teve um saldo positivo em transações correntes foi no período antecessor a crise, que foi um período de bolha, o qual durou pouco tempo. Então é normal, devido à fatores estruturais da economia brasileira, que o país tenha um déficit em transações correntes (REZENDE, 2016a, não paginado).

GRÁFICO 3 – ÍNDICE DE CRESCIMENTO REAL DAS VENDAS DAS 1000 MAIORES EMPRESAS BRASILEIRAS NO PERÍODO DE 2002-2015



FONTE: REVISTA MAIORES E MELHORES (2007 e 2017). Elaboração Própria.

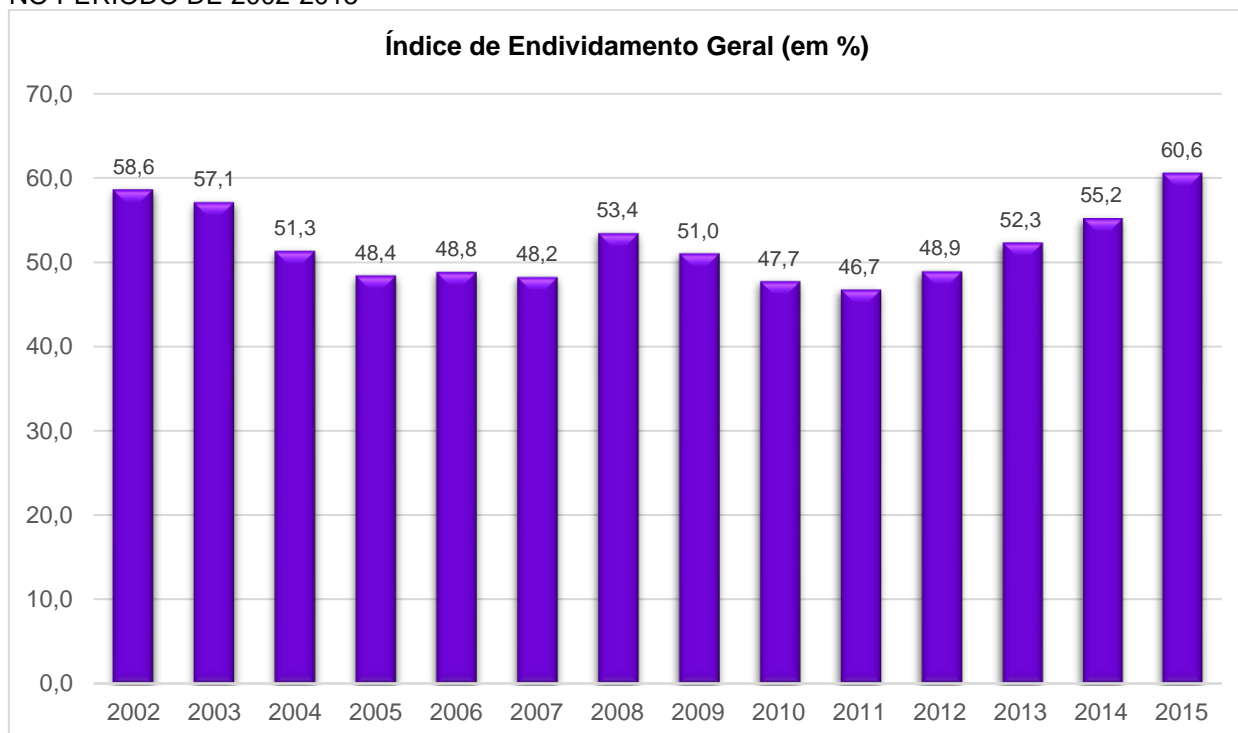
A crítica de Rezende (2016a, não paginado) ao governo é que o Brasil está enfrentando a pior crise dos últimos 80 anos, e o motivo seria porque o diagnóstico dela foi equivocado. Para que o endividamento fosse minimizado seria necessário que houvesse uma acumulação de ativos, e isso só poderia acontecer se fossem gerados lucros agregados. Esses lucros ocorrem pela “combinação do investimento total, mais os déficits públicos, mais o saldo de transação corrente, menos a poupança dos trabalhadores, mais o consumo dos capitalistas; essa é uma identidade contábil” (REZENDE, 2016a, não paginado). Os lucros agregados são fundamentais porque alcançam todas as esferas da economia, com um olhar micro, as firmas obtêm esse ganho através de políticas de preços, poder de mercado, e políticas de inovação.

Para recuperar o balanço pelos ativos, seria fundamental que no final do ano as empresas tivessem um saldo positivo, para isso seria necessário que os lucros aumentassem; e isso se dá tanto com investimento público quanto por investimento privado (REZENDE, 2016a, não paginado).

A crise econômica brasileira não foi como as outras vivenciadas no país, uma forte característica dela seria a de ser uma crise dentro dos balanços do setor privado, em particular das empresas não financeiras. A partir de 2007, as empresas

brasileiras tomaram posições de déficit, o que levou a gastarem mais do que recebem. A situação piorou em 2008, já em 2009, houve uma melhora quando praticamente zeraram a conta, porém, a partir de 2010 as empresas voltaram a ficar negativas. Essa posição piorou até 2013, quando chegaram a um patamar de aproximadamente 4% do PIB de déficit. A economia brasileira entrou num ciclo de alavancagem, que levou a predominância de posturas Ponzi, como não conseguiam manter os déficits por muito tempo, essa medida acabou sendo insustentável para as firmas. Com o corte de gastos, a reversão desse ciclo seria o objetivo do governo, mas isso acabou gerando a crise econômica que o país tem enfrentado (REZENDE, 2016a, não paginado). O que prejudicou muito o balanço das empresas, que tiveram um aumento do endividamento líquido. O endividamento das firmas brasileiras, como outros componentes da economia mostram como esse ciclo econômico é real no período em questão (Gráfico 4).

GRÁFICO 4 – ÍNDICE ENDIVIDAMENTO GERAL DAS 1000 MAIORES EMPRESAS BRASILEIRAS NO PERÍODO DE 2002-2015



FONTE: REVISTA MAIORES E MELHORES (2007 e 2017). Elaboração Própria.

Um exemplo de como estava o nível de endividamento das firmas brasileiras nos últimos anos foi publicado na revista Exame um ranking das 20 empresas brasileiras com maiores dívidas externas. Em primeiro lugar está a Petrobrás, que é a maior empresa brasileira, no ano de 2013 a empresa possuía uma dívida em

moeda estrangeira de curto prazo de 15,1 bilhões de reais, por exemplo. As dívidas externas de longo prazo são ainda maiores, a Eletrobrás na época tinha R\$ 9,8 bilhões em dívidas, por exemplo. A JBS possuía uma dívida total em moeda estrangeira de R\$ 10,4 bilhões.

TABELA 2 – 20 EMPRESAS BRASILEIRAS COM DÍVIDAS EXTERNAS BILIONÁRIAS

	Empresas	Dívida moeda estrangeira curto prazo (R\$ milhões)	Dívida moeda estrangeira longo prazo (R\$ milhões)	Dívida moeda estrangeira total (R\$ milhões)	Variação caso a dívida esteja em dólar (R\$ milhões)	Ebit (R\$ milhões)	Setor
1	Petrobras	15.100,00	159.300,00	174.400,00	Não informado	11.400,00	Petróleo e Gás
2	Oi	817,60	13.100,00	13.900,00	1.100,00	706,50	Telecomunicações
3	Eletrobrás	666,80	9.800,00	10.500,00	865,90	457,00	Energia
4	JBS	4.200,00	6.100,00	10.400,00	856,90	1.200,00	Alimentos e Bebidas
5	Fibria	404,70	6.900,00	7.300,00	608,00	179,80	Papel e Celulose
6	Suzano Papel e Celulose	397,00	6.000,00	6.400,00	531,60	302,60	Papel e Celulose
7	BRF	479,00	5.400,00	5.900,00	490,10	502,50	Alimentos e Bebidas
8	OSX	587,30	3.000,00	3.600,00	302,20	118,50	Veículos e Peças
9	Sabesp	205,70	3.200,00	3.400,00	285,90	716,10	Saneamento
10	Embraer	117,80	3.300,00	3.400,00	283,90	285,30	Veículos e Peças
11	Minerva	379,20	1.900,00	2.300,00	178,70	120,10	Alimentos e Bebidas
12	MMX	963,00	1.000,00	2.000,00	168,90	98,40	Mineração
13	Hypermarcas	368,90	1.500,00	1.900,00	157,20	222,40	Bens de Consumo
14	Tim	545,10	1.200,00	1.700,00	146,60	560,90	Telecomunicações
15	Energisa	382,50	923,90	1.300,00	107,50	118,70	Energia
16	Cesp	661,70	642,30	1.300,00	107,30	523,90	Energia
17	Comgás	303,10	864,20	1.100,00	96,10	298,40	Petróleo e Gás
18	Embratel	30,90	1.000,00	1.100,00	92,70	530,20	Telecomunicações
19	BR Malls	14.700,00	1.000,00	1.000,00	87,00	574,90	Shoppings
20	NET	30,90	992,70	1.000,00	84,20	230,30	Telecomunicações

FONTE: REVISTA EXAME (2013). Elaboração Própria.

A partir de 2011 houve uma forte queda da rentabilidade das empresas, principalmente da indústria, afetando a acumulação interna de lucros e o retorno esperado do investimento. Esta queda foi causada, entre outras coisas, pela queda dos lucros agregados, elevação das despesas financeiras em função do maior endividamento e elevação das taxas de juros no mercado doméstico e pela forte desvalorização cambial, embora esta tenha recuperado a competitividade das empresas exportadoras (REZENDE, 2016c, não paginado).

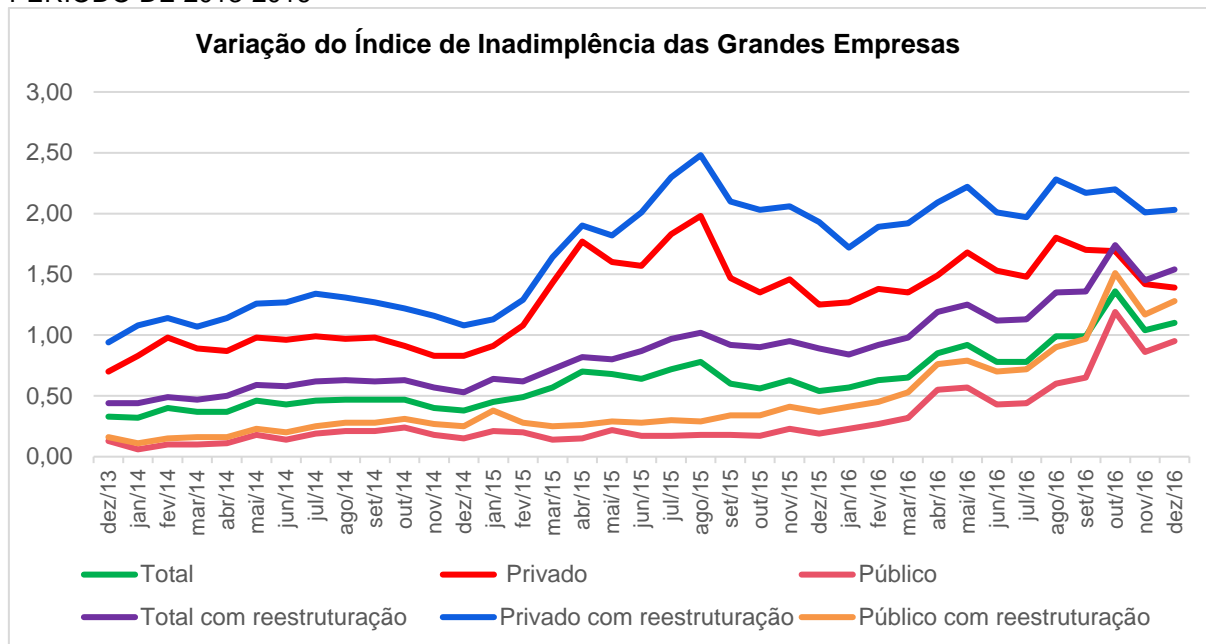
Por isso, o declínio da rentabilidade afetou diretamente as decisões empresariais reduzindo a esperança de lucros futuros e o financiamento de novos investimentos com base em lucros retidos provocando uma diminuição na taxa de crescimento dos investimentos. Como as empresas têm que pagar as dívidas e recompor seus balanços elas acabaram sofrendo uma forte queda de mais de 50% entre 2010 e 2014, o investimento foi a principal variável de ajuste (REZENDE, 2016c, não paginado).

As medidas de ajuste fiscal realizadas ao longo de 2015 tiveram variações de gastos e recolhimentos de impostos e tributos devido ao desaquecimento da economia ao cortar fortemente os gastos reais do governo, o que levou a economia para uma das piores crises da sua história (REZENDE, 2016c, não paginado).

Apesar de inúmeros cortes de gastos feitos pelas empresas, seus balanços estavam prejudicados, passavam por dificuldades na geração de caixa e de manter seus compromissos financeiros. As diminuições dos lucros/prejuízos das empresas resultaram na queda dos investimentos, na produção e no emprego e na elevação da inadimplência. Os pedidos de recuperação judicial cresceram brutalmente e bancos estavam cada vez mais renegociando dívidas de empresas na tentativa de conter a deterioração dos ativos e evitar perdas ainda maiores com calotes (REZENDE, 2016c, não paginado).

O gráfico 5 mostra a variação do índice de inadimplência das grandes empresas brasileiras nos anos de 2013 a 2016. No período, houve um forte crescimento de unidades inadimplentes, o ano de 2015 foi caracterizado com o maior índice, tanto em empresas públicas como privadas, contudo no ano seguinte o país passou por uma leve queda de inadimplência.

GRÁFICO 5 – VARIAÇÃO DO ÍNDICE DE INADIMPLÊNCIA DAS GRANDES EMPRESAS NO PERÍODO DE 2013-2016



FONTE: BANCO CENTRAL DO BRASIL (2017). Elaboração Própria.

Apesar da esmagadora evidência que a austeridade fiscal falhou nos seus objetivos, é irônica a proposta de que seja colocada como um caminho de crescimento econômico. As políticas propostas pelas autoridades fiscais falharam em reconhecer os riscos que a austeridade fiscal possui com a recessão e inadimplência. Além disso, contrariando uma visão convencional não há razão para crer que cortando o gasto público aumentará o gasto privado (REZENDE, 2016b, p. 68).

Na história brasileira, as crises vividas foram basicamente crises externas, contudo o governo buscou implementar exatamente as mesmas medidas para crise atual e isso não funcionou. Por isso é imprescindível a implementação de políticas adequadas para períodos de desalavancagem do setor privado. A crise brasileira seria uma crise minskyana, por isso, um ajuste fiscal não é efetivo para resolvê-la (REZENDE, 2016c, não paginado).

O Brasil precisa fazer uma transição efetiva para o desenvolvimento estratégico baseado na demanda doméstica da dependência de demandas estrangeiras e financeiras. A criação de novos postos de trabalho e aumentar a acumulação líquida de ativos no setor privado, o que contribui para reequilíbrio do balanço das empresas não financeiras. Isso só poderá acontecer através de déficit público. Ele ainda pontua que pela situação econômica das demais economias ainda

em crise, seria pouco provável que o retorno financeiro viria através do setor externo. Dito isso, não há outro modo se não o de recorrer ao setor público. “O setor privado precisa acumular ativos líquidos com o tempo - isso é fundamental em uma economia capitalista - e precisa ter déficits públicos para que isso aconteça; não há outra forma” (REZENDE, 2016b, 72).

4 CONCLUSÃO

A análise do desempenho das empresas brasileiras no período de 2002 a 2015 com base na teoria pós-keynesiana de Minsky sobre a hipótese da instabilidade financeira constitui o objetivo deste estudo.

Hyman P. Minsky utiliza um arcabouço teórico que permite entender que os agentes econômicos não são agentes racionais, como outras linhas de pensamento econômico acreditam, mas sim aqueles que tomam determinadas decisões financeiras que contribuem para um inerente ciclo econômico de instabilidade.

A capacidade de honrar os investimentos é determinante para entender as posturas financeiras assumidas pelos agentes e a fase que se encontra a economia nesse ciclo. Unidades *hedge* não são dependentes das condições do mercado financeiro para honrar suas obrigações, já as unidades especulativas e Ponzi o são. O peso dos fluxos de caixa estabelece a sensibilidade do sistema financeiro a distúrbios.

O ponto principal é que, no governo Lula até o início do governo Dilma, houve um crescimento do investimento público muito forte, e esse déficit gerou para as empresas receita, ou seja, como o gasto do governo se expandiu, os investimentos anteriores das firmas estavam sendo sustentados por eles, sua postura funcionava com unidades *hedge*. Como as decisões econômicas eram de crescimento do consumo, isso gerou confiança no mercado levando a uma postura especulativa das empresas.

Contudo o governo cortou os gastos públicos, deixando de crescer na mesma velocidade que os demais, as empresas começaram a ter problemas no fluxo de caixa e não conseguiam pagar todos os compromissos firmados. Em meados do governo Dilma, a situação de endividamento piorou cada vez mais e o governo buscou soluções que não eram suficientes para dar ao mercado aquilo que precisava, houve então uma queda ainda maior no investimento público que fez com que o mercado entrasse em uma postura Ponzi de financiamento, sair desse cenário era cada vez mais difícil.

Em decorrência dessas decisões políticas e da queda de investimento público para as empresas brasileiras, o índice de alavancagem aumentou e isso fez com que houvesse uma queda no nível de vendas. Cada vez mais as firmas

tomavam posições de inadimplência, isso levou a cortes de gastos, e implicou numa desaceleração econômica. Não só as empresas passaram por um período de retração, mas o consumo das famílias também foi afetado, assim como o setor externo, gerando um efeito em cadeia em toda a economia.

O que o poder público não percebeu foi que instabilidade financeira presente no Brasil não necessitava só de políticas fiscais ou do setor externo para se reerguer, mas de uma análise mais profunda do cenário econômico. É nesse ponto que entra a contribuição de Minsky, o governo errou em não entender que ele deve ser um prestador de última instância, dando suporte as empresas, e que reduzir os gastos públicos pode levar a fragilidade econômica, pois os agentes tomam decisões esperando que o mercado aja conforme suas expectativas. Quando isso não acontece o mercado torna-se instável. Se o déficit público tivesse crescido as empresas seriam beneficiadas e talvez a situação econômica fosse diferente da experimentada.

REFERÊNCIAS

ASSAF NETO, A.; LIMA, F. G. **Curso de administração financeira**. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2011.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Relatório de Estabilidade Financeira**. Disponível em: <http://www.bcb.gov.br/htms/estabilidade/2017_04/refAnexoEstatistico.xlsx>. Acesso: 02 de dezembro de 2017.

BANCO NACIONAL DO DESENVOLVIMENTO. **Séries Históricas 3T17**. Disponível em: <<https://www.bndes.gov.br/wps/wcm/connect/site/e903587d-7ea2-43c3-a5be-9d0b8ef22def/series-historicas-3T17.xlsx?MOD=AJPERES&CVID=I.ZIa6t>>. Acesso em: 2 de dezembro de 2017.

BARBOSA, D. **20 empresas brasileiras com dívidas bilionárias**. 2013. Disponível em: <<https://exame.abril.com.br/negocios/20-empresas-brasileiras-com-divida-externa-bilionaria/>>. Acesso em: 3 de dezembro de 2017.

CONCEIÇÃO, D. N. **Nota Técnica Introdutória ao artigo “A Hipótese da Instabilidade Financeira”**. 2009. Disponível em: <<http://www.revistaoikos.org/seer/index.php/oikos/article/view/181/116>>. Acesso em: 15 de outubro de 2017.

CRUZ, A. I. G; AMBROZIO, A. M. H; PUGA, F. P; SOUSA, F. L; NASCIMENTO, M. M. **A economia brasileira: conquistas dos últimos 10 anos e perspectivas para o futuro**. 2012. Disponível em: <https://web.bndes.gov.br/bib/jspui/bitstream/1408/961/4/A%20economia%20brasileira-conquistas%20dos%20ultimos%20dez%20anos%20_P-final_BD.pdf>. Acesso em: 3 de dezembro de 2017.

DEOS, S. **A Contemporaneidade de Minsky**. 2008. Disponível em: <http://www.akb.org.br/upload/080820121726488142_AKB_DOSSI%C3%8A_DA_CRISE.pdf>. Acesso em: 12 de novembro de 2017.

KEYNES, J. M. **A Teoria Geral do Emprego, do Juros e do Dinheiro**. Editora Nova Cultural Ltda. 1996.

MINSKY, H. **A Hipótese da Instabilidade Financeira**. 2009. Disponível em: <<http://www.revistaoikos.org/seer/index.php/oikos/article/view/181/116>>. Acesso em: 15 de outubro de 2017.

MINSKY, H. **Estabilizando uma economia Instável**. McGraw Hill, 2008. Disponível em: <http://fabianodalto.weebly.com/uploads/3/6/8/2/3682836/minsky_9_e_10.pdf>. Acesso em: 11 de outubro de 2017.

MINSKY, H. **John Maynard Keynes**. Campinas: Unicamp. 2011.

MINSKY, H. **Integração financeira e política monetária**. Economia e Sociedade. 1994. Disponível em:

<<http://www.eco.unicamp.br/docprod/downarq.php?id=414&tp=a>>. Acesso em: 02 de dezembro de 2017.

ONO, F. H. **Dinâmica macroeconômica, ciclos endógenos e fragilidade financeira: A partir de modelos macrodinâmicos de simulação**. 2005. Disponível em: <<http://www.economia.ufpr.br/Dissertacoes%20Mestrado/104%20-%20FABIO%20HIDEKE%20ONO.pdf>>. Acesso em: 20 de novembro de 2017.

PAULA, L. F. R; ALVES JÚNIOR, A. J. **Comportamento dos bancos, percepção de risco e margem de segurança no ciclo minskiano**. 2000. Disponível em: <http://www.ie.ufrj.br/moeda/pdfs/comportamento_dos_bancos_e_ciclo_minskiano.pdf>. Acesso em: 25 de novembro de 2017.

PAULA, L. F; PIRES, M. **Crise e perspectivas para a economia brasileira**. 2017. Disponível em: <<http://www.scielo.br/pdf/ea/v31n89/0103-4014-ea-31-89-0125.pdf>>. Acesso em: 03 de dezembro de 2017.

REVISTA EXAME. **Edição Especial Maiores e Melhores**. Editora Abril, 2017.

REVISTA EXAME. **Edição Especial Maiores e Melhores**. Editora Abril, 2007.

REZENDE, F. **A presente crise econômica brasileira é diferente das demais. "É fundamental o setor público retomar seu protagonismo"**. 2016a. <<http://www.ihu.unisinos.br/entrevistas/556625-a-presente-crise-economica-brasileira-e-diferente-das-demas-e-fundamental-o-setor-publico-retomar-seu-protagonismoq-entrevista-especial-com-felipe-rezende>>. Acesso em: 22 de novembro de 2017.

REZENDE, F. **Financial Fragility, Instability and the Brazilian Crisis: A Keynes-Minsky-Godley Approach**. Minds, 2016b. Disponível em : <<http://www.minds.org.br/media/papers/wp-minds-201601-rezende.pdf>>. Acesso em: 23 de março de 2017.

REZENDE, F. **Por que o Brasil sobre uma das piores crises de sua história?** 2016c. Disponível em: <<http://www.valor.com.br/opiniao/4658015/por-que-o-brasil-sofre-uma-das-piores-crises-de-sua-historia>> Acesso em: 7 de novembro de 2017.